

淺談次級房貸

中興大學企管系

林金賢教授

何謂次級房貸？又為什麼次級房貸所產生的問題會牽連到整個世界的金融體系而引起股市如此的喧然大波？面對此問題檢討其形成原因時，除了貸款者必須負起相當的責任外，難道金融體系中提供借款機會的銀行就都沒有任何的責任了嗎？在這場兩敗俱傷的荒謬借貸遊戲中，所呈現的不就是人類貪婪所造成的後果嗎？在此利用短短的篇幅簡單說明次級房貸之所以會引起整個金融體系受到影響的概略原因，以及造成如此後果的原因。

何謂抵押債權證券化

首先，我們必須先把債權證券化的概念先建立。換句話說，當我們手中沒有現金，又需要一筆很大的款項來購買房屋時，勢必，我們必須向銀行來借錢。而銀行會依不動產價格之貸款比例借錢給你的原因是除了銀行認為你會還錢之外，你還願意支付利息與手續費。而銀行主要的獲利來源便是這兩項，利息費用與手續費。相反的如果您沒錢還(或者由於所抵押之不動產市價遠低於所貸金額而不想還錢時)，所抵押的房子極可能遭到法院拍賣，拍賣金額銀行有權力求償，而且銀行可能對您訴訟。要是借錢的人還不出錢來，而抵押品的市價又低於所借貸的金額時，當然銀行也就免不了要承擔虧本的風險了。

這筆龐大的借款金額借給貸款人之後，必需由借錢的人按月來支付本金與利息，到最後(也許十五年或二十年後)才完成此借貸的權利與義務，因此這筆款項的流動性很低。除此，市場上的利率變動很大，將隨著整個國際景氣循環而跟著變動，因而提高了金融機構貸款給借款人的管理成本，有可能在利率急遽的變動下導致金融機構的虧損(之前設定的貸款利率低於銀行後來的資金成本)。甚至於，當債務人無法清償債務而宣告破產，而抵押品的市價又低於所借貸的金額時，銀行當然也就要虧錢了。因此長期持有不動產抵押債權的金融機構面臨了流動性風險，利率風險，及違約風險。而金融機構也常因不動產市場景氣的衰退而導致大量的逾期放款，侵蝕其預期獲利，增加本身的風險性。

為了減小以上持有長期不動產債權的風險，金融機構若能將具風險的不動產抵押債權重新包裝後，發行不動產抵押債權證券(mortgage-backed security, MBS)並售至資本市場，所取回的資金可再行作為其他用途，則可為金融機構提高資產

流動性，降低流動性風險，減少因利率變動所導致的利息收入風險及因不動產景氣衰退引起的資產縮水風險，進而提高資本適足率（capital adequacy ratio）¹並促進金融市場運作之效率，減少因持有不動產相關資產而引發之金融危機。換句話說，金融機構在承作不動產（或房貸）放款後，將不動產（房貸）抵押債權售予政府或民間仲介機構，仲介機構再將資產中之不動產抵押債權集合，重新包裝及小口化後，發行不動產抵押債權證券（MBS），售予 MBS 投資者。此時由於不動產抵押債權已出售至 MBS 投資者持分共有，金融機構雖然創造債權，卻不長期持有，因此即可提升資產流動性，免除不動產市場低迷而引發之違約風險及市場利率急遽變動所導致的利率風險；而 MBS 投資者未來之現金流量即為借款人每期之本利償還額再扣除原放款機構之管銷費用，意即放款機構再扣除管銷費用及應有利潤後，直接將每期收取的貸款償還轉手至 MBS 投資者，因此，MBS 即為以不動產債權為抵押品之擔保債券，未來該債券之價格即如一般債券，隨市場利率反向變動。這個過程便是抵押債權證券化的基本概念。

除了不動產相關債權可證券化出售外，資產中之其他應收帳款，如租賃應收帳款，汽車抵押權，信用卡應收帳款，及一般企業放款等均得以資產型券之方式售至資本市場。銀行或放款機構將房屋貸款債權出售給投資銀行後，就可以拿回原本的部位繼續進行授信業務，投資銀行則是將這些債權集中起來進行設計包裝，再賣給投資人。

由於不動產抵押債權證券化對於提升金融機構的營運效率及金融市場運作的穩定性有極高的助益，因此美國在 1938 年成立聯邦房貸協會，專私房貸債權的承銷及次級市場的發展；而後在 1954 年及 1970 年分別成立政府房貸協會及聯邦房貸公司，允許承購未經政府保證的房貸債權，並售至金融市場，截至 1990 年代初期超過 90% 的房貸抵押債權已被證券化售出，經證券化售至金融市場的單一住宅房貸債權總額已超過 1 兆 5000 億美元，近美國同期 GNP 之三分之一，房貸債權證券化受金融市場的歡迎程度可見一般。（1）

何謂次級房貸

債權證券化後所發行的證券通常會被劃分成不同的等級，等級越低，風險越大，收益率也就越高。如果房貸償還出現問題，將按等級由低到高順序註銷證券的本金。一般而言，所有證券本金全部被註銷的可能性非常低，因此等級相對較高的

¹ 資本適足率為金融機構自有資本與風險性資產間之比值，不同資產因風險程度不同而被賦予不同的風險權數，如現金的風險權數為 0，銀行間的轉存款為 20%，一般商業放款則為 100%。舉例而言，若資產中有一億元的現金及 5000 萬的一般商業放款債權，則風險性資產值為 5000 萬元。自 1988 年起，國際清算銀行（Bank of International Settlement, BIS）規定銀行的資本適足率不得低於 8%。

證券其實是十分安全的投資。這就是為什麼有些以次級房貸作抵押的證券仍然可以擁有 AAA 評級的原因。

次級抵押貸款是指一些貸款機構向信用程度較差和收入不高的借款人提供的貸款。近年美國等國家放鬆購屋信貸標準（不用付首期，不用入息證明，也不計較抵押單位的質素等），形成次級房貸市場。次級房屋信貸經過貸款機構及華爾街組合包裝之後以票據或證券產品形式再於二級市場上出賣、用高息吸引其他金融機構和對沖基金購買。

原先在美國次級貸款市場占七成份額的房利美和房地美公司，由政府機構主宰，將貸款打包成證券，承諾投資者能夠獲得本金和利率。隨著這兩家公司的醜聞爆出，政府對兩家公司的業務增長加以限制，整個次貸市場開始爭搶這兩家公司所購貸款。整個過程中，新的市場參與者出於逐利目的過分追求高風險貸款。當房利美和房地美還占房貸市場主導地位時，他們通常會制定明確的放貸標準，嚴格規定哪些類型的貸款可以發放。時至今日，由於全球成千上萬高風險偏好的對沖基金、養老金基金以及其他基金投資者的介入，原有的放貸標準在高額利率面前成為一紙空文，新的市場參與者與華爾街經銷商不斷鼓勵放貸機構嘗試不同貸款類型。許多放貸機構甚至不要求次級貸款借款人提供包括稅收表格在內的財務資質證明，做房屋價值評估時，放貸機構也更多依賴機械的電腦程序而不是評估師的結論，當銀行是使用房屋的未來價值來估價，而這個比市值還高的價格卻不一定會實現，潛在的風險就深埋於次級貸款市場中了。史庫克洛指出一個驚人的事實：在金融業者的強力促銷房貸之下，美國房貸的債務總額高於房貸相關的證券市場價值，如此可見，房貸相關証券的資本市場之脆弱性。(2)

為何美國的次級房貸會引發全球的金融危機？

當美國近百家承作次級房貸的金融機構陸續宣告破產，這些經過證券化的次級房貸金融商品價值暴跌，遍佈全球的持有者莫不連帶受到波及，世界各國的股市也受到牽連。而次級房貸的違約與全球股市間的關聯到底為何？

基本上，大部份會發生問題的房貸案例，所憑藉一個簡單的原則就是房子會增值。抵押資產淨值的獲利足夠支付房貸。當然，借款者必須以債養債，直到從資產上獲利出場。然而如果房子並未以兩位數增值，或者如果利率上揚，或者並沒有找到真正的房客，沒有真正的進帳，很快的，借款者將慘遭滅頂。很不幸的美國的房地產市場開始在 2006 年轉差，主要原因之一便是美元利率多次加息（美聯儲連續 17 次提息，聯邦基金利率從 1% 提升到 5.25%），加重了購房者的

還貸負擔，使得很多次級抵押貸款市場的借款人都無法按期償還借款，購房者難以將房屋出售或者通過抵押獲得融資。於是普通居民的信用降低，與房地產貸款有關債券的評估價格下跌。一旦抵押資產價值縮水，次級房屋信貸產品的價格也隨之大跌，直接影響歐美以及澳洲不少金融機構都出現財政危機，甚至面臨破產，牽動全球信貸出現收縮。當次級房貸出現拖欠和壞帳增加，建構在這些 MBS 上的衍生性金融商品所產生的泡泡就會連環破裂。部分基金為了應付客戶大規模贖回潮，於是借日圓平倉，大舉投資的方法再行不通，唯有沽貨套現，即是所謂日圓利差交易拆倉，造成連串的骨牌效應，導致環球股市大跌。購買這些基金和擔保債券憑證(CDO)的銀行、共同基金、避險基金，以及保險機構和對沖基金，陸續宣布自己認列虧損的情況與災情。(4)

經濟學家考夫曼在華爾街日報的評論表示，目前的災情只是長期趨勢的冰山一角。為了追求更高的收益，金融機構不斷發明新穎、奇異、複雜難解的衍生性信用金融商品，把許多原本無法在市場流通的商品證券化後，轉賣出去，賺取手續費。而全球金融資訊網路的緊密相連，更使得衍生性金融商品間的骨牌效應變得如此的理所當然。

次級房貸的原罪？ 信用額度與財富的模糊化

哈佛大學法律系教授華倫說：債已經傳染遍了美國家庭。然而，不止美國，事實上全世界似乎都已經染上了債的毒癮。英國人現在超越美國人成為全球最會借錢的人；南韓的經濟奇蹟之後，揮霍的程度為各國所不及，澳洲政府把美國運通卡發給窮困的原住民；泰國政府規定公職人員只能以信用卡採購(因為這樣更有效率)；日本傳統上是使用現金的國家，現在可以用手機刷卡買麥當勞；信用的方便性使得債務的產生像瑪丹娜與星巴克般難以抵擋。巴菲特在 2005 年波克夏海瑟威公司的股東會議說：美國因為貿易赤字遽增，美分收入都要拿出一部份還給債務國家，猶如佃農要將部分收成上繳地主一樣。

如果債務的償付可以如期的履行，則借貸將創造雙贏的結果，一切都會是美好的。然而，在南韓，儘管經濟繁榮、股市大漲，但最大的信用卡發行公司必須由政府出面挽救，因為違約繳款金額超出 10%。日本過去十年個人破產數攀升六倍，即使失業率仍然低得令人羨慕，而個人所得又相對的高。數百萬日本人還在從房地產泡沫化現象復原，泡沫在八〇年代末期破滅，使他們的公寓貸款遠高於公寓價值。澳洲人正在考慮對房價實施價格限制，因為房地產價格飛漲，中產階級家庭根本無法住在工作所在城市的附近。在台灣，美國運通卡必須停止發行新卡兩個月，因為違約繳款的人數暴增。從不坐失良機的花旗集團則買下中國一家銀行價值五億美元的壞帳，看來連地球上最節儉的中國人也抵擋不住垂手可得的信用誘惑或陷阱。

到底舉債是誰的錯？

「人不應該舉債」這個觀念，似乎在現今的大環境下將被視為不切實際。畢竟，環顧四周的朋友或親戚，誰不欠債呢？舉債可以讓我們一無所有卻享有一切。然而當人們開始借更多的錢來償還舊債或付利息，新債的影響不只是讓銀行多賺了點錢，更高的債務水準會拉高利率，繼而導致必須借更多的錢來償還，終而陷入無可避免的惡性循環。我們怎麼能讓這樣的事情發生？我們怎麼會如此短視？銀行怎麼會不斷的借錢給無力償債的人？如果這不違反常理，至少違背了傳統？銀行高階主管豈不知道他們這麼做是自掘墳墓嗎？當多數人無法償債時，銀行不也會跟著被拖垮嗎？

銀行只賣一種產品，那就是債務。債務能以百萬種方式包裝，如車貸，房貸，信用額度，信用卡等，但說穿了，就是種要還的產品，還外加利息。買這種產品的代價是附加在原始金額上的利息與手續費。銀行能收越高的利息與手續費，產品就越有獲利。銀行家們知道，教我們花錢比教我們儲蓄更讓他們賺錢，他們也知道利用各種手續費馬上賺到錢，要比等待其他收益慢慢進來有趣的多。道理很簡單，手續費可以馬上算成獲利，其他收益可能要等上好幾年。這也是為什麼房貸，車貸，甚至是信用卡應收款，都能被綁在一起在華爾街出售。

美國官方的登記顯示加州一半以上的新貸款皆屬於止付利息，自付款從 20%減為 3%，或各種組合。這表示，多數買房子的人並不擁有房子的資產淨值，實際屬於自己的部份，小於屬於銀行的部份。依據聯準會的統計，2004 年一家之主年齡介於 35 至 44 歲的年輕家庭，其中 12%逾期付款兩個月以上，是 2001 年的兩倍。值得注意的事，這段時間的房價呈現上漲的態勢。也許銀行家盤算的是，當貸款人無法定期償還利息與本金時而違約時，抵押貸款的不動產的拍賣市價金額仍然大於未償還債務的金額，銀行仍然有利可圖。然而，當壞帳金額越堆越高，銀行受呆帳損失的威脅也將隨之升高，當超過某一極限時，這些壞帳終究也有可能拖垮整個金融機構。

金融業的黑暗面

在美國現代金融服務業的作法：房貸仲介或業務專員或其他人，常以客戶負擔不起的條件，向他們推銷產品，提供貸款，房貸或二次抵押。而在推銷的過程，有人承諾，透過利用比信用卡債更低的利率(整合債務)或提高房子的淨值(例如花錢裝修房子)，他們的貸款會自動償清。直到簽字時，才發現被迫簽下文件，而那些看不懂的條件與當初的承諾相去甚遠，甚至得到保證說幾個月後會重新調整條件。而上鉤後再偷換的藉口名目也很多，如利率上漲了，特別的條件期過了，

法律突然要求他們必須買信用保險等，造成月付額增加許多。很快的他們就會面對房子要被拍賣的事實。當事情真的發生，貸款被賣給更大的金融機構，接手的金融機構根本不知道也不想知道仲介為了騙這些人簽字作過什麼承諾，或給什麼特別待遇。這種處理方式又稱為洗房貸（mortgage laundering）。

有些銀行或信用卡公司確實會自設收款部門，但這些部門從不處理嚴重的違規事件。依法規定，欠款如逾期一百八十天未獲償還，銀行就必須打為壞帳。但這並不表示他們不要這筆錢或忘了，只是這筆錢不能再作帳上的資產。因此，銀行在這半年期間就先以升息和收取逾期手續費拱高獲利，接著申報大筆壞帳的抵稅金額，並僱用討債公司做他們自己不想作的事。

討債人通常從討回的錢分到兩成到五成，但這一行生意競爭激烈。討債公司可以用百分之三的價格買進價值一百萬美元的車貸壞帳，只要收回其中的10%，就有七萬美元的獲利。接著他們還可以把剩下的債權，再以百分之幾的價格重新賣出。債，不同於其他產品，可以永無止境的復活，購買債權是個全新的市場，是金融界的大西部。2006年美國的銀行界與貸款公司賣出價值超過七百五十億美元的壞帳給討債公司，投資公司與個人。成為華爾街成長最快的事業。換句話說在那些被債務壓得喘不過氣來的人在走進墳墓前，還有許多金礦可以挖。每次債務被一路往下賣，你可以假設它最終會落到更加不擇手段的人手上，他們更有可能逼你走上絕路。(3)

小結

當電視上 George and Marry 的信用卡消費借貸廣告強勢密集的播出時，我相信大家都覺得有些事情不太對勁，但是說不出所以然。顯然有些價值觀已經開始模糊，信用並不等於財富，所有的債務是必須償還的，而且必須附加利息與手續費用，沒有穩固收入的債務會讓我們變得格外的脆弱。

在這場起始於美國，波及全球金融體系，造成借款人與銀行機構兩敗俱傷的借貸遊戲中，追究其形成原因，簡單的說，只要借錢者不再借錢，遊戲就結束了；或者銀行的借貸策略能夠不要再借給那些顯然無法還錢的人，也就是謹慎作好不動產鑑價以及借款人的信用評等，就不會有如今的風暴。從借款人的角度來看，借款人確實必須為其行為負責，然而，對於那些隨時隨地提供借錢機會給那些根本無法還錢的人的銀行難道真的就沒有責任了嗎？菸酒公司被規定必須於產品上加上”有害健康”的警語，甚至香菸公司要面對抽菸上癮者的集體求償訴訟，然而借貸公司並沒有，是否在借貸的廣告上也要再加註一些警語來提醒借款人，就好像賣基金的廣告於最後會加註”過去的績效不代表未來的績效”一樣來提醒

投資者，似乎是有其必要性的。

長期來看，當您借的錢比賺的錢還多時，勢必您將面臨債務惡魔。而銀行體系，將會無所不用其極的想辦法透過販賣債務的方式從消費者身上賺取利潤。只要人性的貪婪在不自覺的情境下鬆綁了，相同類似的戲碼也將不斷的上演。看來要想遠離債務的困擾，中國人量入為出的節儉美德是有必要更紮實，更深入的內化於每個人的價值觀之中！

參考書目與網站：

- 1 · 維基百科
- 2 · 林左裕，不動產投資管理，智勝出版社。
- 3 · 史庫洛克，販賣債務的銀行
- 4 · (網址: <http://www.epochtimes.com/b5/7/4/7/n1670983.htm>)